

中国医药（600056）

公司研究/简评报告

工业板块快速增长，商业外延扩张加速

简评报告/医药

2017 年 08 月 28 日

一、事件概述

8 月 26 日，公司发布 2017 年半年报：上半年营收、归母净利润、扣非净利润分别为 142.56 亿、6.53 亿、6.40 亿，同比增长 18.51%、28.05%、26.79%，EPS 为 0.61 元，符合预期。销售费用、管理费用、财务费用分别为 4.86 亿、2.59 亿、2797 万，同比增长 12.08%、3.80%、-3.64%。

二、分析与判断

➤ 市场增量+投资扩张推动业绩稳步发展

上半年公司业绩稳步上升，医药工业、商业和国际贸易三大业务板块均实现规模增长。其中，医药工业和医药商业板块收入增幅均超过 20%，是带动公司整体收入增长的主要因素。工业方面，公司进一步拓宽销售渠道，加强招投标工作，抢抓医改政策机遇，化学制剂、原料药同比增幅分别达到 21.64% 和 19.77%。商业方面，公司在巩固现有市场的同时积极投资扩张，上半年完成了通用襄阳（襄阳区药品配送及医院纯销）和黑龙江通用医疗科技（东北高端医疗器械销售平台）的设立，商业网络从省会逐步向地县市级下沉，“点强网通”全国布局加速，在两票制推行契机下有望完善全国商业网络，扩大规模；分版块来看，纯销业务收入增长 25.72%，毛利率 9.94%；调拨业务收入增长 18.53%，毛利率 2.66%。

➤ 主要财务指标正常变动，期间费用控制合理

上半年公司销售费用和管理费用分别增长了 12% 和 4%，主要原因是随着业务规模扩大导致相应的市场开发费用增加，同时新投资设立或并购的企业纳入报表以及人工成本增长。经营现金流净额减少了 552%，主要是因为业务规模迅速发展，部分应收账款尚在信用期内未回款所致。研发投入同比下降 15%，主要是部分研发项目尚未立项或仍处于筹备阶段，实际支出金额减少所致。

➤ 工业产品梯队完善，在研品种丰富

工业板块上半年营收 14.76 亿，同比增长 21%，高于行业 13.6% 的增速；其中抗感染、心脑血管、激素类用药是工业重要板块，上半年营收分别为 9.69 亿、3.67 亿、3054 万，同比增长 19%、52%、49%。已上市品种中，阿托伐他汀钙胶囊、注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠作为公司具有较强品牌知名度和市场竞争力的产品，一直处于前列，销量分别增长 25.26% 和 48.68%，前景看好；瑞舒伐他汀钙胶囊作为 2015 年新上市产品，产销量同比增长 593%、384%，逐步抢占市场。公司在研品种丰富，上半年公司获得 4 个药物临床批件，2 个药物补充申请批件，目前共有在研项目 69 个，其中创新药 3 个、化学仿制药 62 个、中药 4 个，在心脑血管、抗感染、抗肿瘤等领域发展培育并储备新产品。

➤ 国际毛利业务平稳增长，未来发展空间广阔

在国际贸易领域，公司目前经营的产品多达 300 多个品种，产品远销欧美、南美、中东、非洲及东南亚等 100 多个国家和地区。2016 年上半年由于国际贸易板块冲回大额坏账准备 2815 万元，导致本期资产减值损失同比增长 4.43 倍，剔除该因素，归母净利润同比增幅达到 35%。随着国外政府采购项目的开发和外交政策项目的跟进，公司还将进一步加强业务转型和国际市场开发。

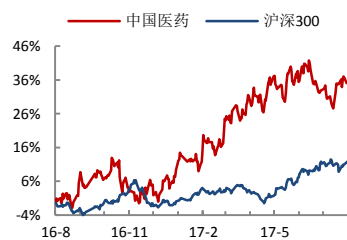
谨慎推荐 首次评级

合理估值： 28.15—30.6 元

交易数据 2017-8-25

收盘价（元）	24.48
近 12 个月最高/最低	25.78/18.59
总股本（百万股）	1068
流通股本（百万股）	1012
流通股比例（%）	95%
总市值（亿元）	262
流通市值（亿元）	248

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号： S0100511010001

电话： 010-85127632

邮箱： lifengyjs@mszq.com

研究助理：蔡明子

执业证号： S0100116010026

电话： 021-60876731

邮箱： caimingzi@mszq.com

相关研究

三、盈利预测与投资建议

公司工业发展较快，商业外延加速，预计 17-19 年 EPS 分别为 1.12、1.41、1.72 元；对应 PE 分别为 22X、17X 和 14X，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

四、风险提示：

工业产品招标降价；商业网络扩张不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	25,738	32,052	39,063	47,148
增长率（%）	25.1%	24.5%	21.9%	20.7%
归属母公司股东净利润（百万元）	948	1,199	1,508	1,833
增长率（%）	54.3%	26.5%	25.8%	21.5%
每股收益（元）	0.89	1.12	1.41	1.72
PE（现价）	27.6	21.8	17.3	14.3
PB	3.8	3.2	2.7	2.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	25,738	32,052	39,063	47,148
营业成本	22,703	28,219	34,286	41,418
营业税金及附加	73	83	109	132
销售费用	858	1,058	1,328	1,556
管理费用	627	785	957	1,150
EBIT	1,477	1,906	2,382	2,892
财务费用	42	13	5	(8)
资产减值损失	63	3	1	1
投资收益	15	15	17	19
营业利润	1,388	1,902	2,397	2,916
营业外收支	51	32	36	40
利润总额	1,439	1,934	2,433	2,956
所得税	320	445	560	680
净利润	1,119	1,489	1,873	2,276
归属于母公司净利润	948	1,199	1,508	1,833
EBITDA	1,624	2,049	2,529	3,042

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3089	3949	5129	6697
应收账款及票据	7191	7742	9329	11130
预付款项	509	593	720	870
存货	4684	5567	6669	7943
其他流动资产	271	271	271	271
流动资产合计	16061	18469	22542	27423
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1401	1431	1468	1508
无形资产	262	271	278	281
非流动资产合计	3462	3413	3402	3352
资产合计	19523	21882	25944	30775
短期借款	668	668	668	668
应付账款及票据	5817	6060	7363	8894
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	9923	10792	12981	15537
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1916	1916	1916	1916
非流动负债合计	1917	1917	1917	1917
负债合计	11839	12709	14898	17453
股本	1068	1068	1068	1068
少数股东权益	804	1094	1459	1903
股东权益合计	7683	9173	11046	13322
负债和股东权益合计	19523	21882	25944	30775

资料来源：公司公告，民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	25.1%	24.5%	21.9%	20.7%
EBIT 增长率	29.7%	29.0%	25.0%	21.4%
净利润增长率	54.3%	26.5%	25.8%	21.5%
盈利能力				
毛利率	11.8%	12.0%	12.2%	12.2%
净利率	3.7%	3.7%	3.9%	3.9%
总资产收益率 ROA	4.9%	5.5%	5.8%	6.0%
净资产收益率 ROE	13.8%	14.8%	15.7%	16.0%
偿债能力				
流动比率	1.6	1.7	1.7	1.8
速动比率	1.1	1.2	1.2	1.3
现金比率	0.3	0.4	0.4	0.4
资产负债率	60.6%	58.1%	57.4%	56.7%
经营效率				
应收账款周转天数	79.0	79.0	78.0	77.0
存货周转天数	71.2	72.0	71.0	70.0
总资产周转率	1.4	1.5	1.6	1.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.9	1.1	1.4	1.7
每股净资产	6.4	7.6	9.0	10.7
每股经营现金流	0.9	0.9	1.2	1.5
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	27.6	21.8	17.3	14.3
PB	3.8	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	14.6	11.2	8.6	6.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,119	1,489	1,873	2,276
折旧和摊销	209	147	147	151
营运资金变动	(349)	(682)	(705)	(758)
经营活动现金流	1,004	939	1,289	1,641
资本开支	148	58	89	55
投资	(283)	(4)	(11)	(6)
投资活动现金流	(416)	(50)	(80)	(44)
股权募资	751	0	0	0
债务募资	(327)	0	0	0
筹资活动现金流	(581)	(30)	(29)	(29)
现金净流量	6	860	1,180	1,568

分析师与研究助理简介

李锋，研究院执行副院长，曾供职于国家经委、国家物资部、国内贸易部、中国信达信托投资公司、中国银河证券有限责任公司。

蔡明子，研究助理，澳门科技大学金融硕士，2015年9月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。